

# حصار في أعلى موجات الديون

الاقتصادات النامية يمكن أن تستخلص دروسا من أزمات الدين السابقة في التصدي لصدمات التمويل الناجمة عن كوفيد-١٩ أيهان كوسي، وفرانسيسكا أونسورغه، وبيتر ناغلي، وناوتاك سوغاوارا



## تمثل

جائحة كوفيد-١٩ ضربة للأفاق الاقتصادية العالمية الهشة بالفعل. فقد مُنيت اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية بالأزمة الصحية،

والهبوط الحاد في النشاط الاقتصادي، واضطراب الأسواق المالية العالمية في لحظة عصبية. وكان العقد الماضي قد شهد أكبر الزيادات في دين هذه الاقتصادات وأسرعها وأوسعها نطاقا على مدى الخمسين عاما الماضية. فمنذ عام ٢٠١٠، ارتفع مجموع دين هذه الاقتصادات بمقدار ٦٠ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي حتى بلغ ذروة تاريخية حين تجاوز ١٧٠٪ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠١٩ (راجع الرسم البياني ١). وبرغم أن نصيب الصين هو الأكبر في هذه الزيادة مما يرجع جزئيا إلى حجمها الكبير — كان تراكم الديون واسع النطاق: ففي حوالي ٨٠٪ من هذه الاقتصادات، كان مجموع الدين في ٢٠١٨ أعلى من مستواه في ٢٠١٠. وحتى بعد استبعاد الصين، بلغ ارتفاع الدين ٢٠ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي، فوصل إلى ١٠٨٪ في ٢٠١٩. ومع استجابة هذه الاقتصادات للجائحة، ستستمر ديونها في الارتفاع.

ويتمس الركود العالمي الحالي بأنه استثنائي في حدته. وعلى غرار الأزمات السابقة، فإن هذه الأزمة اختبار لصلابة البلدان والشركات المثقلة بأعباء الديون.

فما هي السياسات التي يتعين أن تطبقها اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية عالية المديونية لتخفيف حدة

الضرر من الجائحة ودعم التعافي المستمر؟ يستطيع التاريخ أن يعطي بعض المؤشرات المفيدة لصناع السياسات.

### موجات الديون

كما توثق دراسة أجريناها مؤخرا عنوانها «الموجات العالمية من الديون»، كانت اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية قبل الفترة الراهنة قد شهدت الموجات الثلاث التالية من تراكم الدين على نطاق واسع في الفترة بين ١٩٧٠ و٢٠٠٩:

- ١٩٧٠-١٩٨٩: جمعت هذه الفترة بين انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية والنمو السريع في سوق القروض الموحدة خلال معظم السبعينات مما شجع الحكومات في أمريكا اللاتينية والبلدان منخفضة الدخل، ولا سيما في إفريقيا جنوب الصحراء، على الاقتراض بكثافة — حتى بلغت أوجها ووقعت سلسلة من الأزمات المالية في مطلع الثمانينات. وأعقبت ذلك فترة مطولة من تخفيف أعباء الديون وإعادة هيكلتها — من خلال مشروع «بريدي»، والمبادرة المعنية بالبلدان الفقيرة المثقلة بالديون، والمبادرة متعددة الأطراف لتخفيف أعباء الديون (المبادرتان بدعم مشترك من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) — إلا أنه كان برغم ذلك عقدا ضائعا فيما يتعلق بالنمو والحد من الفقر.
- ١٩٩٠-٢٠٠٩: في ظل تحرير الأسواق المالية والرأسمالية، تمكنت البنوك والشركات في شرق آسيا والمحيط الهادئ والحكومات في أوروبا وآسيا الوسطى من الاقتراض



بحثافة، وخاصة بعملات أجنبية — فانتهي الأمر بسلسلة من الأزمات في الفترة من ١٩٩٧-٢٠٠١ بمجرد أن تدهور الشعور السائد بين المستثمرين. وكانت تسوية ديون القطاع الخاص تقتضي عمليات إنقاذ كبيرة للبنوك والشركات، تمت على الأغلب بمساعدة من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.

• ٢٠٠٦-٢٠٠٩: تزايد اقتراض القطاع الخاص في أوروبا وآسيا الوسطى من بنوك عملاقة مقرها الاتحاد الأوروبي عقب تيسير القواعد التنظيمية — عندما أدت الأزمة المالية العالمية إلى اضطراب التمويل المصرفي في الفترة من ٢٠٠٧-٢٠٠٩ — مما أدى إلى الركود في العديد من هذه الاقتصادات. وبُدلت جهود على مستوى أوروبا لتسوية الديون، الأمر الذي اقتضى، مرة أخرى، إنقاذ البنوك والحصول على مساعدة دولية.

وكانت هناك كذلك اختلافات بارزة بين الموجات الثلاث الأولى. فالأدوات المالية المستخدمة في الاقتراض تطورت مع استحداث أدوات جديدة وظهور أطراف مالية فاعلة مستجدة على الساحة. وشهدت الموجة الأولى تراكم الدين بسرعة لدى الكيانات السيادية في الاقتصادات الصاعدة، بينما السبب الأكبر وراء الموجتين اللاحقتين كان اقتراض القطاع الخاص (برغم أنه أثناء الأزمة الآسيوية كان عدد كبير من الشركات شبه سيادي). واختلفت حدة الضرر الاقتصادي بين أزمة مالية وأخرى ومن منطقة إلى أخرى. فكانت خسائر الناتج جسيمة ومطولة في أعقاب الموجة الأولى، عندما كان معظم الدين المتراكم ديناً حكومياً. وفي نفس الوقت، وضع كثير من الاقتصادات أطراً أفضل للسياسات في أعقاب أول موجتين من الديون مما ساعد على تخفيف الضرر من الأزمة المالية العالمية التي وقعت في نهاية الموجة الثالثة.

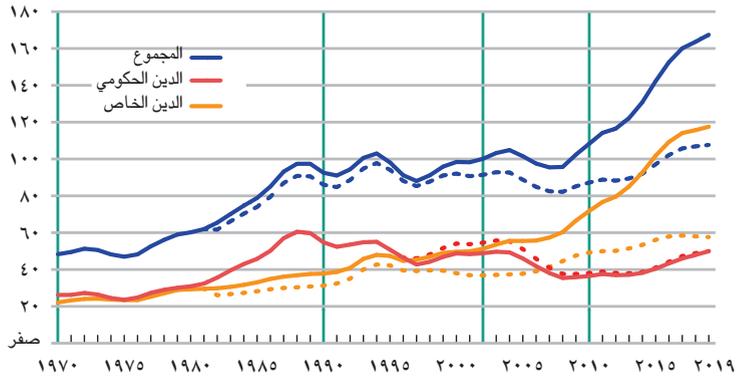
وكانت هناك عدة أمور مشتركة بين موجات الديون التاريخية الثلاث. فقد بدأت جميعها أثناء فترات من انخفاض معدلات أسعار الفائدة الحقيقية وسهلتها في الغالب الابتكارات المالية أو التغيرات في الأسواق المالية التي شجعت الاقتراض. وانتهت الموجات بأزمات مالية واسعة الانتشار وتزامنت مع حالات من الركود العالمي (١٩٨٢ و ١٩٩١ و ٢٠٠٩) أو من تباطؤ النشاط الاقتصادي (١٩٩٨ و ٢٠٠١). وكانت هذه الأزمات تنجم عادة عن صدمات أفضت إلى ارتفاع

وكانت هناك عدة أمور مشتركة بين موجات الديون التاريخية الثلاث. فقد بدأت جميعها أثناء فترات من انخفاض معدلات أسعار الفائدة الحقيقية وسهلتها في الغالب الابتكارات المالية أو التغيرات في الأسواق المالية التي شجعت الاقتراض. وانتهت الموجات بأزمات مالية واسعة الانتشار وتزامنت مع حالات من الركود العالمي (١٩٨٢ و ١٩٩١ و ٢٠٠٩) أو من تباطؤ النشاط الاقتصادي (١٩٩٨ و ٢٠٠١). وكانت هذه الأزمات تنجم عادة عن صدمات أفضت إلى ارتفاع

## تضخم الديون (١٩٧٠-٢٠١٩)

خلال العقود الماضية، ارتفع مجموع الدين في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية إلى مستوى ذروة تاريخي.

(% من إجمالي الناتج المحلي)



المصادر: صندوق النقد الدولي، ودراسة (Kose and others (2020)، والبنك الدولي.

ملحوظة: تُحسب المجلات باستخدام سعر الدولار الأمريكي الحالي مرجحاً بإجمالي الناتج المحلي وتظهر كمتوسطات متحركة تغطي ثلاث سنوات. والخطوط المتقطعة تبين الدين، ما عدا الصين. وتمثل الخطوط الرأسية بدايات موجات الديون في ١٩٧٠ و١٩٩٠ و٢٠٠٢ و٢٠١٠.

أن تفشت الجائحة — فسعى المستثمرون للبحث عن العائد مما ساهم في ضيق فروق العائد في الاقتصادات الصاعدة. وشهدت الأسواق المالية، حتى وقت قريب، بعض التغيرات الكبيرة التي أدت إلى تشجيع الاقتراض من جديد، باستخدام وسائل منها زيادة البنوك الإقليمية وزيادة الإقبال على السندات بالعملة المحلية، وارتفاع طلب القطاع المالي غير المصرفي الذي كان أخذاً في الاتساع على سندات دين اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية. وعلى غرار ما حدث في فترات الموجات السابقة، ازدادت مواطن الضعف في هذه الاقتصادات مع بدء الموجة الحالية وسط أجواء من تباطؤ النمو الاقتصادي.

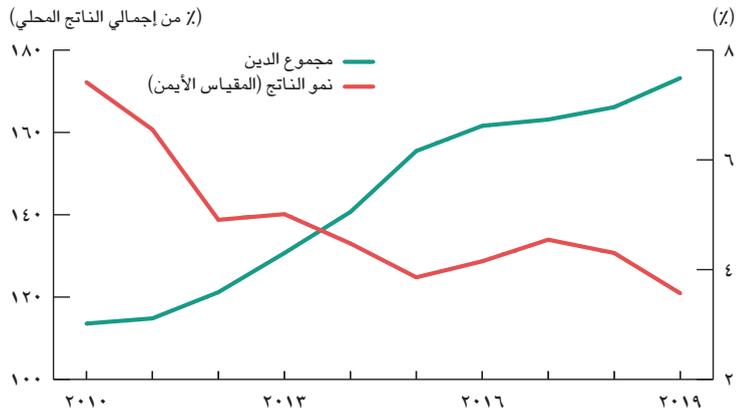
وهناك أيضاً فروق بارزة بينها. فمنذ عام ٢٠١٠، بلغ متوسط الزيادة السنوية في الديون نحو ٧ نقاط مئوية من إجمالي الناتج المحلي في هذه المجموعة من البلدان وهي نسبة أكبر بكثير مما كانت عليه خلال كل موجة من الموجات الثلاث السابقة. وإضافة إلى ذلك، بينما كانت الموجات السابقة إقليمية إلى حد كبير، كانت الموجة الرابعة واسعة الانتشار، حيث ارتفع إجمالي الدين في نحو ٨٠٪ من هذه الاقتصادات بما يصل إلى ٢٠ نقطة مئوية على الأقل من إجمالي الناتج المحلي لما يزيد على ٤٥٪ منها. وعقب التراجع الحاد في الفترة من ٢٠٠٠-٢٠١٠، ارتفع الدين كذلك في البلدان منخفضة الدخل، فارتفع من ٤٧٪ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠١٠ إلى ٦٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠١٩. وأخيراً، ارتفع الدين في النظام المالي غير المصرفي، الذي يبدو أنه خاضع لرقابة أخف ويتسم بصلابة أقل من الجهاز المصرفي، والذي أعيدت هيكلته بعناية تامة على أثر الأزمة المالية العالمية.

وتحملت اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية فترات من التقلب أثناء موجة تراكم الديون الحالية، لكن الضغط المالي الحاد واسع الانتشار لم يظهر إلا بعد تفشي جائحة كوفيد-١٩. وقدرة هذه الاقتصادات على تحمل الضغوط المالية تزداد تعقيداً بسبب مواطن ضعف أخرى، مثل زيادة معدلات عجز المالية العامة والحساب الجاري والتحول نحو ديون تنطوي على مخاطر أعلى. وقفزت نسبة الديون الحكومية في حيازة مستثمرين غير مقيمين إلى ٤٣٪ في ٢٠١٨، وارتفعت ديون الشركات المقومة بعملات أجنبية من ١٩٪ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠١٠ إلى ٢٦٪ من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠١٨. وعلى مستوى البلدان منخفضة الدخل، كان أكثر من نصف الديون الحكومية بشروط غير مُيسرة. فكان تصاعد رصيد الدين وتكوين الديون التي تنطوي على مخاطر أعلى مصاحبين لمعدلات النمو المخيبة للآمال بصورة متكررة على مدى عقد كامل (راجع الرسم البياني ٢).

ووضعت الجائحة نهاية مفاجئة لهدوء الأسواق المالية وهي الآن تضع صلاية الاقتصادات والمؤسسات والسياسات في الاقتصادات الصاعدة على المحك. فتواجه هذه الاقتصادات ركوداً عالمياً لا يزال يتكشف بينما هي في وضع أضعف بكثير مما كانت عليه وقت حدوث أزمة ٢٠٠٩. وربما أدت تطورات الفترة الأخيرة إلى دفع بعضها نحو حالة المديونية الحرجة

## النمو والدين (٢٠٢٠-٢٠١٩)

جاء النمو في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية مخيباً للآمال بصورة متكررة يصحبه ارتفاع الدين.



المصادر: صندوق النقد الدولي، ودراسة (Kose and others (2020)، والبنك الدولي.

ملحوظة: مجموع الدين (% من إجمالي الناتج المحلي) ونمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (مرجحاً بإجمالي الناتج المحلي حسب الأسعار وأسعار الصرف في ٢٠١٠) في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية.

## الموجة الرابعة

خلال موجة الديون الحالية — التي بدأت في ٢٠١٠ — بلغ الدين مستويات قياسية، وارتفعت ديون القطاع الخاص بسرعة بالغة. وعلى مستوى البلدان المصدرة للسلع الأولية، ارتفع دين القطاع العام كثيراً في أعقاب الهبوط الحاد في أسعار السلع الأولية في ٢٠١٤-٢٠١٥. ويتضح من الموجة الحالية وجود بعض أوجه التشابه والاختلاف المثيرة للاهتمام عند المقارنة بالموجات السابقة. فعلى غرار بعض الحالات عبر التاريخ، ظلت أسعار الفائدة العالمية في مستويات منخفضة للغاية منذ الأزمة المالية العالمية — إلى



• **فعالية التنظيم والرقابة:** في حين أن التيسير التنظيمي المؤقت ملائم في السياق الحالي، فمن شأن وجود منهج استباقي في تنظيم القطاع المالي والرقابة عليه أن يساعد صناع السياسات على تحديد المخاطر الناشئة واتخاذ إجراء حيالها. وعندما يبدأ التعافي، من شأن الأسواق المالية الأعمق أن تساعد على تعبئة الادخار المحلي، فربما كان مصدرا للتمويل أكثر استقرارا من الاقتراض الخارجي.

• **السياسات الاقتصادية الكلية القوية:** من شأن الأطر القوية للسياسة النقدية وسعر الصرف وسياسة المالية العامة أن تضمن صلابة اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية في بيئة اقتصادية عالمية على درجة عالية من الهشاشة. وتضع ضغوط السوق الحالية حداً للكشف أمام النقد الأجنبي، لكن مرونة أسعار الصرف يمكن أن تخفف وطأة الضربة بعض الشيء عن الاقتصاد المحلي في الأجل القصير: أما في الأجل الأطول، فمرونة أسعار الصرف يمكن أن تحول دون تراكم أوجه عدم الاتساق الجوهري في الميزانيات العمومية وتمنع الاختلال الكبير في سعر الصرف. ووسط الضغوط على التمويل اليوم، يجب تعديل سياسات الإيرادات والنفقات لمد نطاق موارد المالية العامة بحيث تسع الإنفاق ذا الأولوية على الصحة ودعم الفئات المعرضة للخطر. وربما كان من الضروري إدراج شروط الانسحاب ضمن القواعد المالية أثناء الأزمة، وإن كانت هذه القواعد هي التي ستساعد على استعادة الاستدامة المالية عندما يبدأ التعافي. ولكن متى بدأ التعافي، لا بد من وضع قواعد وأطر مالية تضمن سحب الدفعة التنشيطية والعودة إلى الاستدامة المالية في نهاية المطاف.

والوقت وحده كفيل ببيان ما إذا كانت موجة الدين الحالية ستنتهي كسابقاتها، أي بسلسلة من الأزمات المالية. فطبيعة الصدمة التي فرضتها الجائحة وكذلك حجمها ستمتد آثارهما حتى إلى أكثر الاقتصادات صلابة. ويكتسب التعاون والدعم على مستوى العالم أهمية اليوم أكثر من أي وقت مضى. لكننا يجب أن نتذكر الدرس الأول من موجات الدين السابقة: السياسات المحلية تكون ضرورية عندما يتعلق الأمر بتفادي الأزمات المالية. **FD**

**أيهان كوسي** هو مدير مجموعة الأفاق في البنك الدولي، حيث يعمل كل من **فرانسيسكا أونسورغه** في منصب مدير، و**بيتر ناغلي**، و**ناوتاك سوغاوارا** في وظيفة اقتصادي أول.

#### المراجع:

International Monetary Fund (IMF). 2020. *Fiscal Monitor: Policies to Support People during the COVID-19 Pandemic*. Washington, DC, April.

Kose, M. A., P. Nagle, F. Ohnsorge, and N. Sugawara. 2020. *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC: World Bank.

واسعة الانتشار والتي وضعت نهاية للموجات السابقة. وهذا هو الاحتمال الأرجح لعدة أسباب منها، أولاً، درجة الحدة غير العادية للركود الحالي، والذي يصل إلى كل ركن من أركان الاقتصاد العالمي، وثانياً، ضعف احتمالات التعافي بقوة وسط احتمالات تكرار تفشي الفيروس وتساعد ردود الأفعال المناهضة للعلامة.

#### ركوب الموجة

إن علاج الأزمة الصحية هو الأهم في الوقت الحاضر، مهما كانت التكلفة المالية. ويُتوقع اتساع معدلات العجز المالي في هذه الاقتصادات بنحو ٥ نقاط مئوية من إجمالي الناتج المحلي، في المتوسط، في ٢٠٢٠ (راجع IMF 2020). وتزداد احتمالات قبول المستثمرين لهذه الأوضاع المالية التي تحيط بها المخاطر، بما فيها ارتفاع الدين ومعدلات العجز الكبيرة، وذلك إذا عملت البلدان من الآن على وضع آليات وإنشاء مؤسسات لاستعادة الاستدامة المالية متى بدأ التعافي.

وتشير تجارب الموجات السابقة إلى أهمية دور خيارات السياسات في تحديد نتائج موجات الديون. وبينما كانت الصدمات الخارجية هي التي تدفع عادة إلى وقوع الأزمات المالية فإن تأثيرها على كل اقتصاد على حدة كان يتحدد بشكل كبير حسب أطر السياسات المحلية وخياراتها. وفي نهاية المطاف، تعتمد أولويات السياسات تحديداً على ظروف كل بلد، لكن — بناءً على تحليلنا — هناك أربع سياسات فرعية واسعة يمكن أن تساعد الاقتصادات الصاعدة على تجاوز الركود العالمي الحالي برغم ارتفاع الدين:

• **الإدارة السليمة للدين والشفافية:** بينما البلدان في أمس الحاجة إلى التمويل، تكتسب إدارة الدين السليمة وشفافية الدين أهمية كبيرة في ضمان أن ديون اليوم يمكن سداها غدا وأنه يمكن السيطرة على تكاليف الاقتراض، ثم استعادة القدرة على الاستمرار في تحمل الديون في نهاية المطاف، واحتواء المخاطر المالية. وإذا ساهمت البنوك المركزية في تمويل المالية العامة، يمكن كسب ثقة المستثمرين عن طريق وضع أطر تضمن عودة السياسة النقدية إلى سابق عهدها قبل الجائحة. ويستطيع الدائنون، بما في ذلك المؤسسات المالية الدولية، قيادة الجهود في هذا المجال بالتشجيع على اعتماد معايير مشتركة.

• **الحوكمة الرشيدة:** يجب توخي الحكمة في الإنفاق حتى فيما يخص الدفعة التنشيطية الكبيرة من المالية العامة التي تهدف إلى دعم النشاط الآخذ في الهبوط حالياً. وفي العديد من الحالات في ظل الأزمات السابقة، تبين بعد وقوع الحدث أن توجيه الأموال المُقترضة كان لأغراض لم تؤد إلى زيادة إيرادات التصدير أو رفع الإنتاجية أو الناتج الممكن. وفي ضوء الاضطراب الكبير الذي يشهده الاقتصاد العالمي في الوقت الحاضر على وجه الخصوص، يتعين وضع أطر سليمة للإفلاس للمساعدة على الحيلولة دون تأثر الاستثمارات سلباً بأعباء الديون المفرطة لفترات طويلة.